

# CẬP NHẬT NGÀNH ĐƯỜNG: Kỳ vọng tăng trưởng dài hạn

## Tổng quan về ngành

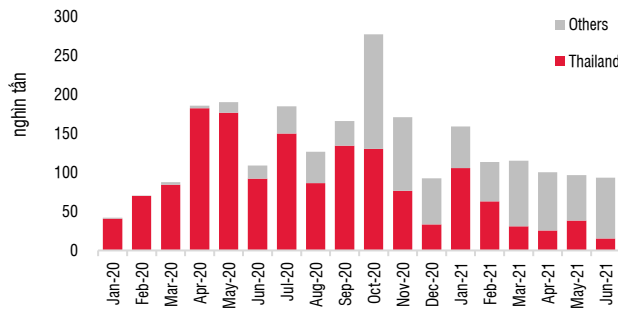
### Diễn biến chính

- **Việc thực hiện thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp (AD&AS)** đối với đường nhập khẩu từ Thái Lan (theo báo cáo tại [đây](#)) đã bắt đầu cho thấy một số kết quả đối với ngành đường trong nước. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA) và QNS, giá đường trắng trong nước đã tăng 41% so với đầu năm, cùng với việc đường nhập khẩu giảm 40% so với cùng kỳ trong quý 2. Trong số các công ty sản xuất đường trong nước, QNS và SLS đạt biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể (QNS: +1588 điểm cơ bản, SLS: +818 điểm cơ bản) trong 6 tháng đầu năm 2021, trong khi SBT và LSS có những thay đổi nhỏ (SBT: +16 điểm cơ bản, LSS: -65 điểm cơ bản). Sự khác biệt là do hoạt động kinh doanh đường thương mại của SBT và LSS, hai công ty hưởng lợi từ hoạt động kinh doanh đường thương mại trong năm trước.
- **Việc mở rộng diện tích trồng mía là rất quan trọng** đối với sự phát triển của ngành mía đường trong nước trong những năm tới, do mức thuế nhập khẩu đường thô cao không khuyến khích các nhà máy sản xuất trong nước nhập khẩu đường thô để tinh luyện. VSSA dự kiến tăng trưởng tổng diện tích trồng mía khoảng 10% -20% so với cùng kỳ trong niên vụ 2021-2022, từ mức 127 nghìn ha trong niên vụ trước.
- **Giá đường có thể tiếp tục tăng** cho tới năm 2022, do dự kiến thế giới thiếu hụt 3,8 triệu tấn trong niên vụ 2021-2022 (Niên vụ 2020-2021 thiếu hụt 3,1 triệu tấn). Trong khi sản lượng đường của Thái Lan có thể phục hồi mạnh mẽ so với mức đáy của năm trước (tăng khoảng 30% so với cùng kỳ) do điều kiện thời tiết thuận lợi, sản lượng của Brazil suy giảm cùng với nhu cầu phục hồi có thể tiếp tục làm giảm lượng tồn kho trên toàn cầu.

### Định hình lại ngành mía đường

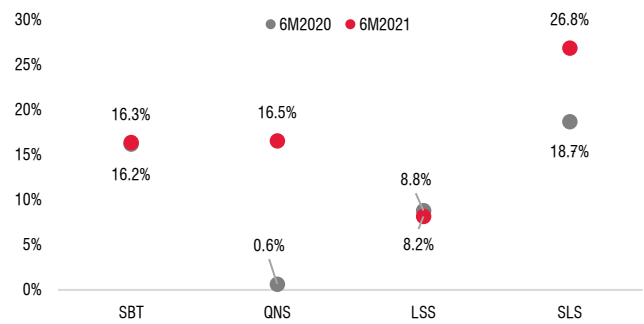
- Ngành mía đường đã trải qua nhiều năm thua lỗ sâu do cạnh tranh gay gắt từ đường Thái Lan. Trong niên vụ 2020-2021, sản lượng sản xuất trong nước giảm xuống mức thấp kỷ lục là 612 nghìn tấn (-15% so với cùng kỳ), chỉ đáp ứng 30% nhu cầu trong nước và đạt 50% công suất sản xuất chỉ với 29 nhà máy còn hoạt động. Với cùng mức thuế suất 47,6% đối với đường tinh luyện và đường thô, các nhà máy nhỏ nhập khẩu đường thô và tinh luyện sẽ không có lợi nhuận. Do đó, việc mở rộng diện tích trồng mía là rất quan trọng đối với tăng trưởng của ngành mía đường trong những năm tới. Trong niên vụ 2021-2022, VSSA dự kiến diện tích trồng mía sẽ tăng khoảng 10 - 20% so với cùng kỳ và việc mở rộng có thể tiếp tục diễn ra trong những năm tiếp theo do nông dân thu được lợi nhuận từ vụ mía.
- Kể từ khi áp thuế, sản lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan đã giảm xuống mức thấp nhất là 15 nghìn tấn trong tháng 6 so với mức cao nhất là 183 nghìn tấn trong tháng 4/2020. Đường nhập lậu đã được kiểm soát chặt chẽ do Việt Nam đóng cửa biên giới để kiểm soát dịch Covid-19. Tuy nhiên, đường Thái Lan đã lách thuế bằng cách 'quá cảnh' ở các nước ASEAN khác trước khi đến Việt Nam. VSSA đã nộp hồ sơ đề nghị điều tra lẩn tránh thuế AD&AS đối với đường Thái Lan lên Cục phòng vệ thương mại; kết quả điều tra có thể là một yếu tố hỗ trợ ngành.

### Nhập khẩu đường theo tháng



Nguồn: ITC, VSSA, SSI Research

### Tỷ suất lợi suất gộp của các công ty sản xuất đường

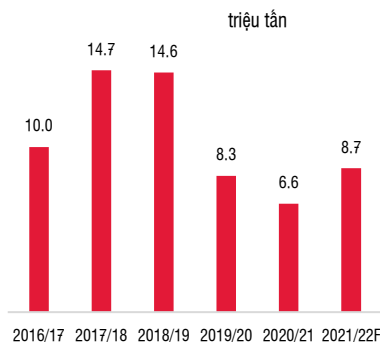


Nguồn: ITC, VSSA, SSI Research

## Giá đường có thể tăng đến năm 2022

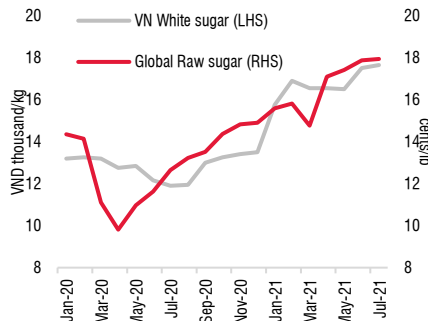
- Theo Tổ chức Đường Quốc tế (ISO), **thâm hụt đường toàn cầu dự kiến sẽ tăng lên** trong niên vụ 2021-2022, đạt 3,8 triệu tấn so với mức thiếu hụt 3 triệu tấn trong niên vụ 2020-2021. Sự thiếu hụt này là do sản lượng sản xuất ở Brazil giảm -5% (Brazil là nước sản xuất đường hàng đầu trên toàn cầu, chiếm 23% tổng sản lượng sản xuất trong niên vụ 2020-2021) do thời tiết khô hạn. Sản lượng dự trữ trên toàn cầu đã giảm từ mức đỉnh trong niên vụ 2018-2019 (53,1 triệu tấn) xuống còn 45,8 triệu tấn trong niên vụ 2020-2021 và có thể giảm tiếp về mức tương đương niên vụ 2016-17, theo ước tính thiếu hụt trong niên vụ tới.
- Giá đường có thể được hỗ trợ bởi giá ethanol tăng, điều này khuyến khích các nhà máy sản xuất đường quốc tế chuyển từ sản xuất đường sang sản xuất ethanol, dẫn đến lượng đường tồn kho toàn cầu giảm. Theo BusinessInsider, giá ethanol đã tăng 55% so với đầu năm.

### Sản lượng sản xuất đường của Thái Lan



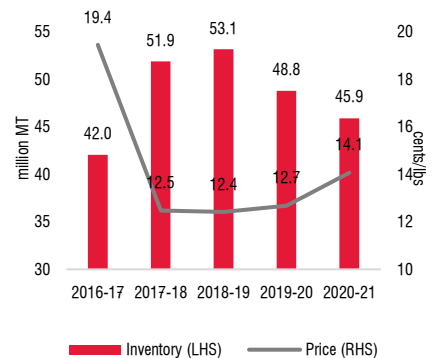
Nguồn: USDA, TSMC, SSI Research

### Giá đường theo tháng



Nguồn: VSSA, Bloomberg, SSI Research

### Tồn kho toàn cầu và giá đường thô



Nguồn: USDA, Bloomberg, SSI Research

- Trong khu vực, Thái Lan dự kiến sẽ thu hoạch 80-90 triệu tấn mía trong niên vụ 2021-2022, theo Thai Sugar Millers Corporation (TSMC). Mức này tương đương với mức tăng trưởng khoảng 21% -36% so với cùng kỳ, và là mức sản lượng khá thấp so với giai đoạn 2017-2019. Thâm hụt đường toàn cầu, nhu cầu dự kiến phục hồi sau đại dịch được cho là sẽ hỗ trợ cho giá đường thế giới. Giá đường thô thế giới gần đây đã tăng mạnh về mức của niên vụ 2016-2017 (khoảng 20 cents/lbs) khi dự báo tồn kho cuối vụ 2021-2022 sẽ quay về mức tương đương cuối vụ 2016-2017.

- Giá đường trong nước của Việt Nam đã tiệm cận với giá đường khu vực, vượt giá đường Thái Lan 10% nhưng vẫn thấp hơn các nước khác khoảng 7% -19%. Vào cuối năm 2020, giá đường của Việt Nam thấp hơn giá đường khu vực khoảng 27% -39%. Trong khi tác động của thuế suất đã được phản ánh một phần vào giá đường trong nước, các cuộc điều tra về việc lẩn tránh thuế và thâm hụt toàn cầu sẽ tiếp tục thúc đẩy giá đường tăng nhanh cho đến năm 2022.

### Chỉ số chính của các công ty trong ngành

Chỉ tiêu	Đơn vị	SBT	QNS	LSS	SLS	Tổng cộng tại Việt Nam
Công suất ép mía	Triệu tấn/ngày	38.500	18.000	10.500	5.000	97.500
Sản lượng tiêu thụ đường năm 2021	Triệu tấn	1.160.000	89.000	110.000	57.000	
<i>Trong đó, sản lượng đường thương mại</i>	Triệu tấn	452.000	0	38.000	0	
Sản lượng tiêu thụ điện sinh khối	Triệu kWh	114	66	16	0	
Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng đường (TTM)	%	14,4	12,9	8,3	25,0	

Nguồn: Báo cáo của các công ty, VSSA, SSI ước tính

### Định giá ngành

Ngành mía đường trong 5 năm qua được định giá ở mức thấp do sự cạnh tranh gay gắt từ đường Thái Lan, điều này không khuyến khích nông dân trồng mía, khiến công suất hoạt động của các nhà máy đường xuống mức thấp kỷ lục. Tuy nhiên, định giá đã có dấu hiệu phục hồi do thuế AD&AS mang lại hy vọng tăng trưởng trong dài hạn. Chúng tôi tin rằng việc định giá lại đã và đang diễn ra và các nhà sản xuất đường có thể tận hưởng tăng trưởng trong dài hạn, khi nông dân được khích lệ trồng mía trở lại.

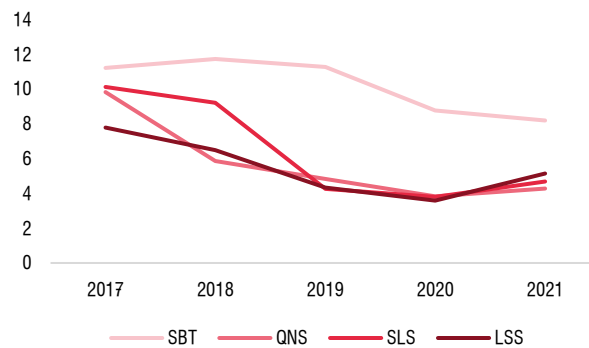
P/E dự phóng 1 năm	SBT	QNS	SLS	LSS
Trung bình	37,3	10,5	7,6	33,5
Trung vị	35,2	8,6	5,4	16,4
Thấp nhất	14,2	6,7	2	-80,6
Cao nhất	112,7	18,6	21,9	318,6
Hiện tại	19,5	11,6	6,1	44,9

Nguồn: SSI Research

Dữ liệu: theo quý trong giai đoạn 2016-2020

(\*): P/E hiện tại của LSS là số 4 quý gần nhất

### EV/EBITDA dự phóng 1 năm



Nguồn: Báo cáo của các công ty, SSI Research

### Rủi ro giảm

- Đường nhập lậu có thể ảnh hưởng đến nguồn cung.
- Giá đường thế giới có thể đảo chiều do giá đường trong nước có xu hướng giảm.

## Công ty cổ phần Thành Thành Công - Biên Hòa (SBT: HOSE): Tác động trái chiều từ thuế AD&AS

### Luận điểm đầu tư

- **Thuế AD&AS có thể tác động trái chiều.** SBT dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ đi ngang trong năm tài chính 2022, nhưng nguồn nguyên liệu sản xuất có thể thay đổi đáng kể. Trong khi sản lượng mía có thể tăng +41% so với cùng kỳ, thì lượng đường thô nhập khẩu có thể giảm. Trong năm tài chính 2021, SBT đã sản xuất 708 nghìn tấn đường, trong đó khoảng 210 nghìn tấn từ mía và phần còn lại là từ đường thô nhập khẩu. Với việc áp dụng thuế AD&AS, chúng tôi kỳ vọng SBT có thể chuyển dần sang nguồn nguyên liệu trong nước để phục vụ nhu cầu sản xuất. Tuy nhiên, nguồn nhập khẩu giảm đột ngột có thể sẽ kìm hãm tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong những năm tới.
- **Sản lượng sản xuất từ mía có thể tiệm cận mức đỉnh lịch sử.** Với sản lượng mía dự kiến tăng 41% so với cùng kỳ, chúng tôi dự phóng SBT sẽ sản xuất được 333 nghìn tấn đường từ mía. Trong quá khứ, sản lượng đường từ mía của SBT đạt đỉnh ở mức 344 nghìn tấn vào năm 2018. Mặc dù sản lượng mía tăng ấn tượng, song vẫn khó có thể hoàn toàn thay thế được đường thô nhập khẩu, và SBT có thể vẫn phụ thuộc vào đường nhập khẩu trong năm 2022. SBT đã có kế hoạch đảm bảo nhập khẩu đủ đường để luyện và kinh doanh thương mại, nhằm duy trì sản lượng tiêu thụ đi ngang trong niên vụ tới. Tuy vậy, chúng tôi cũng có quan ngại về khả năng tăng trưởng sản lượng cho năm 2023, khi hoạt động nhập khẩu được có thể bị kiểm soát chặt hơn.
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá bán trung bình tăng.** Nhìn chung, giá bán cao hơn dự kiến dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên trong năm tài chính 2022. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 137 điểm cơ bản từ 14,4% trong năm tài chính 2021, thấp hơn so với các nhà sản xuất đường khác do chi phí đầu vào hay đường thô nhập khẩu thấp hơn.

### Ước tính năm 2021-2022

Trong năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST lần lượt là 19,8 nghìn tỷ đồng (+33% so với cùng kỳ) và 825 tỷ đồng (+32% so với cùng kỳ). Các giả định của chúng tôi như sau:

- Sản lượng tiêu thụ đi ngang, với tổng sản lượng đường tiêu thụ là 1,15 triệu tấn. Sản lượng đường sản xuất có thể lên tới 700 nghìn tấn, trong đó 333 nghìn tấn được sản xuất từ mía và 367 nghìn tấn từ đường thô nhập khẩu. Sản lượng đường thương mại cũng được kỳ vọng sẽ đi ngang, ở mức 450 nghìn tấn.
- Giá bán trung bình đường có thể tăng 36% lên 16,5 triệu đồng/tấn và giá thu mua mía có thể tăng 25% so với cùng kỳ.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp có thể tăng 72 điểm cơ bản lên 15,2% nhờ giá bán trung bình tăng. Chi phí tài chính thuần ước tính là 663 tỷ đồng (+67% so với cùng kỳ), do chúng tôi không tính đến bất kỳ khoản thu nhập tài chính tiềm năng nào từ hoạt động đầu tư/thoái vốn/giao dịch hợp đồng tương lai trong tương lai, tổng cộng là 200 tỷ đồng trong năm 2021.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	10.285	10.857	12.889	14.841	19.765
Tăng trưởng doanh thu thuần	128,6%	5,6%	18,7%	15,1%	33,2%
Lợi nhuận gộp	1.326	872	1.455	2.142	2.995
Biên lợi nhuận gộp	12,9%	8,0%	11,3%	14,4%	15,2%
Thu nhập tài chính	712	1.111	730	521	376
Chi phí tài chính	-806	-823	-854	-917	-1.039
SG&A	-754	-848	-828	-999	-1.370
Thu nhập ròng khác	143	103	-10	8	52
Lợi nhuận trước thuế	682	422	512	770	1.014
Lợi nhuận ròng	545	268	364	626	825
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	89,4%	-50,7%	35,7%	71,9%	31,9%
Biên lợi nhuận ròng	5,3%	2,5%	2,8%	4,2%	4,2%
EBITDA	2.025	1.619	1.663	1.848	2.384
EPS (đồng)	791	253	545	958	1.126

Nguồn: Báo cáo của công ty, SSI Research

**Định giá:** Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA để đánh giá SBT, vì EPS lịch sử khá biến động. SBT từng được giao dịch với EV/EBITDA 1 năm khoảng 8,2x - 11,7x, với mức trung bình lịch sử là 10,3x trong 5 năm qua. Chúng tôi áp dụng EV/EBITDA là 10,5x cho SBT và đưa ra giá mục tiêu là 24.300 đồng/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá là 14,1%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với **SBT**.

## Công ty Cổ phần Đường Quảng Ngãi (QNS: UPCOM): Vị thế tốt để đạt được tăng trưởng dài hạn

### Luận điểm đầu tư

- QNS vừa công bố kết quả kinh doanh lũy kế 8 tháng khả quan**, doanh thu và LNTT đạt lần lượt 5.100 tỷ đồng (+14% so với cùng kỳ) và 860 tỷ đồng (+20% so với cùng kỳ), lần lượt đạt 64% và 78% chỉ tiêu kế hoạch năm. Doanh thu sửa đậu nành đạt 2.800 tỷ đồng (+5% so với cùng kỳ), do sản lượng tiêu thụ tăng 8% và giá bán trung bình giảm 3% so với cùng kỳ. Điều này cho thấy sản lượng tăng 15% so với cùng kỳ trong tháng 7 và tháng 8, so với cơ sở so sánh thấp trong Q3/2020 (do dịch Covid-19 bùng phát lần thứ 3 tại miền Trung), đây là kết quả đáng khích lệ nhờ các hoạt động quảng cáo của QNS tại nhiều kênh phân phối để đẩy mạnh doanh thu trong mùa dịch. Thị phần sửa đậu nành đóng hộp của QNS tiếp tục tăng lên mức 91% trong tháng 8. Doanh thu từ đường đạt 1.200 tỷ đồng (+73% so với cùng kỳ) do cả sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình cùng tăng, lần lượt 31% và 32% so với cùng kỳ. Lũy kế 8T2021, lợi nhuận trước thuế mảng sửa đậu nành và đường lần lượt đạt 548 tỷ đồng (-7% so với cùng kỳ) và 192 tỷ đồng.
- Vị thế tốt để nắm bắt sự tăng trưởng của nhu cầu đường trong nước.** Trong số các công ty sản xuất đường, QNS dự kiến sản lượng mía nguyên liệu đầu vào sẽ tăng lớn nhất trong năm tới (+50% so với cùng kỳ). Cho niên vụ 2022-2023, QNS kỳ vọng diện tích trồng mía tiếp tục tăng 40%. Với lượng mía nguyên liệu đầu vào tăng, chúng tôi kỳ vọng QNS sẽ tăng công suất hoạt động cho cả hoạt động sản xuất đường và điện sinh khối, thúc đẩy cả doanh thu và lợi nhuận của hai mảng này.
- Mảng sửa đậu nành có thể đạt mức tăng trưởng một con số.** Mặc dù kết quả kém ấn tượng hơn so với mảng đường, mảng sửa đậu nành cũng được kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng một con số ở mức 6,7% về sản lượng tiêu thụ trong năm 2022. Chúng tôi cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này sẽ phục hồi, tăng +326 điểm cơ bản do giá nguyên liệu (đường, đậu nành) có thể hạ nhiệt trong năm tới. Tỷ suất lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng đáng kể do giá đậu nành cao trong năm nay. Nhìn chung, chúng tôi ước tính LNST của mảng sửa đậu nành có thể phục hồi 18% trong năm 2022, so với mức giảm ước tính là -11% trong năm 2021.

### Ước tính năm 2021-2022

Nhìn chung, chúng tôi ước tính lợi nhuận năm 2021 đạt 1,3 nghìn tỷ đồng (+26% so với cùng kỳ, +4% so với ước tính trước đó). Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 10,7 nghìn tỷ đồng (+30% so với cùng kỳ) và LNST đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (+25% so với cùng kỳ), tăng so với ước tính gần nhất lần lượt là 9% và 10%.

- Mảng sửa đậu nành:** Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ tăng 3,3% trong năm 2021 (6T2021: +5% so với cùng kỳ). Năm 2022, chúng tôi ước tính sản lượng sửa đậu nành sẽ phục hồi 6,7%, cùng với việc giá bán tăng 3%. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính đạt 40,1%/43,3% trong năm 2021/2022 so với 44,4% trong năm 2020 do giá đậu nành, đường và chi phí đóng gói tăng mạnh. Chúng tôi giả định rằng giá đậu nành tăng 13% so với cùng kỳ trong năm 2021 và có thể giảm -7% trong năm tới.
- Mảng đường:** Sản lượng đường RS ước đạt 105 nghìn tấn (+25% so với cùng kỳ) trong năm 2021 và sẽ tăng 50% lên 158 nghìn tấn trong năm 2022. Dây chuyền sản xuất đường RE bắt đầu đi vào hoạt động thương mại từ ngày 1/7 và QNS đang có kế hoạch đầu thầu hạn ngạch nhập khẩu đường. Hiện tại, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ đường RE đạt 33 nghìn tấn/95 nghìn tấn trong năm 2021/2022, trong khi chúng tôi giả định giá bán đường RS/RE là 16,9/17,5 triệu đồng/tấn trong năm 2022 (+2,5% so với cùng kỳ) và giá thu mua mía là 1,17 đồng triệu mỗi tấn (+10% so với cùng kỳ). Về tổng thể mảng kinh doanh đường và điện sinh khối, chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt 317 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (so với -40 tỷ đồng LNTT trong năm 2020) trong năm 2021 và 528 tỷ đồng (+66% so với cùng kỳ) trong năm 2022.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	8.031	7.681	6.490	8.229	10.697
Tăng trưởng doanh thu thuần	5,2%	-4,4%	-15,5%	26,8%	30,0%
Lợi nhuận gộp	2.294	2.456	2.051	2.384	2.957
Biên lợi nhuận gộp	28,6%	32,0%	31,6%	29,0%	27,6%
Thu nhập tài chính	87	138	142	149	160
Chi phí tài chính	-96	-77	-72	-67	-80
SG&A	-937	-1.000	-888	-946	-1.132
Thu nhập ròng khác	57	26	33	27	35
Lợi nhuận trước thuế	1.405	1.543	1.266	1.548	1.941
Lợi nhuận ròng	1.240	1.292	1.053	1.326	1.658
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	20,8%	4,1%	-18,5%	25,9%	25,0%
Biên lợi nhuận ròng	15,4%	16,8%	16,2%	16,1%	15,5%
EPS (đồng)	3.307	4.204	3.451	4.365	5.457

Nguồn: Báo cáo của công ty, SSI Research

**Định giá:** QNS đang giao dịch với hệ số P/E 2021-2022 lần lượt là 11,4x và 9,1x. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 9x cho mảng đường và 12x cho các mảng khác, và chuyển sang sử dụng EPS dự kiến năm 2022 để định giá. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là **60.800 đồng/cổ phiếu** (tiềm năng tăng giá là 22,3%, tổng mức sinh lời là 27,4%). Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **MUA** đối với **QNS**.

## Công ty cổ phần Mía đường Sơn La (SLS: HNX): Tăng trưởng mạnh nhờ giá bán trung bình cao

### Luận điểm đầu tư

- Công ty sản xuất đường có lợi nhuận cao nhất Việt Nam.** SLS là công ty sản xuất đường có lợi nhuận cao nhất, với tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 25% trong năm tài chính 2021 (kết thúc năm vào ngày 30/6/2021) – kết quả mà các công ty sản xuất đường khác không thể đạt được. Điều này là nhờ tỷ lệ chữ đường (CCS) cao hơn và công suất hoạt động cao hơn (70%) so với các công ty cùng ngành khác. Mặc dù quy mô nhỏ (công suất ép chỉ 5 nghìn tấn/ngày), SLS có điều kiện trồng mía thuận lợi nên năng suất cây mía cao hơn (68 tấn/ha, so với mức trung bình 62 tấn/ha) và tỷ suất CCS cao hơn (~ 13, so với mức trung bình là 10,2).
- Quy mô sản xuất nhỏ nhưng hiệu quả hoạt động cao.** SLS không có nhà máy điện sinh khối. Đường và các sản phẩm liên quan đến đường chiếm 99% doanh thu của SLS trong năm 2021. Công ty cung cấp cả đường RS và đường RE, nhưng công suất sản xuất đường RE khá thấp - chỉ bằng 1/10 công suất sản xuất đường RS. Dây chuyền sản xuất đường RE chỉ hoạt động theo đơn đặt hàng của khách hàng. Công ty phân phối chủ yếu qua kênh B2B. SLS có tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý rất thấp, chỉ ở mức 2,2% trên tổng doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận ròng của công ty đạt mức 20,4% trong năm tài chính 2021.
- Được hưởng lợi từ sản lượng tiêu thụ và giá bán tăng.** Mặc dù thông tin chi tiết vẫn chưa được công bố, SLS kỳ vọng sản lượng mía sẽ tăng trưởng trong niên vụ tới, mức tăng trưởng trong khoảng ước tính của VSSA cho cả nước là 10-20%. Giá đường đã tăng lên 41% so với đầu năm và hiện cao hơn 43% so với giá bán trung bình so với năm tài chính 2021.

### Ước tính cho năm tài chính 2022

Chúng tôi ước tính SLS sẽ đạt 1,2 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+50% so với cùng kỳ) và 271 tỷ đồng LNST (+65% so với cùng kỳ) trong năm tài chính 2022. Các giả định của chúng tôi như sau:

- Sản lượng tiêu thụ tăng 14% so với cùng kỳ và giá bán vẫn cao hơn 31% so với mức năm 2021.
- Giá thu mua mía tăng 31% so với cùng kỳ, phù hợp với đà tăng của giá bán.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính tăng 446 điểm cơ bản lên 29,5%, nhờ giá bán và công suất hoạt động tăng (77%) của nhà máy. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý được giả định ở mức 3%.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	601	878	1.048	801	1.202
Tăng trưởng doanh thu thuần	11,8%	46,1%	19,5%	-23,6%	50,0%
Lợi nhuận gộp	158	119	170	201	355
Biên lợi nhuận gộp	26,2%	13,5%	16,2%	25,0%	29,5%
Thu nhập tài chính	17	10	17	14	18
Chi phí tài chính	-36	-48	-45	-33	-66
SG&A	-24	-19	-23	-17	-36
Thu nhập ròng khác	2	2	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	116	63	119	164	271
Lợi nhuận ròng	116	63	119	164	271
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-28,9%	-45,5%	88,7%	37,3%	65,4%
Biên lợi nhuận ròng	19,3%	7,2%	11,4%	20,4%	22,6%
EPS (đồng)	10.921	5.641	11.858	15.585	26.653

Nguồn: Báo cáo của công ty, SSI Research



**Định giá:** SLS đang giao dịch với hệ số P/E năm 2022 là 6x, theo quan điểm của chúng tôi là hấp dẫn. SLS giao dịch với hệ số P/E trong khoảng 4x - 9x trong 5 năm qua. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu xứng đáng được định giá lại, vì ngành đường đã được định hình lại bởi thuế AD&AS. Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 8x và sử dụng EPS dự phóng năm 2022 để định giá, và đưa ra giá mục tiêu cho **SLS là 213 nghìn đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá là 34,4% (tổng mức sinh lời 36,3%). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu.

## Công ty Cổ phần Mía đường Lam Sơn (LSS: HNX): Thiếu đường thương mại có thể tạm thời hạn chế tăng trưởng doanh thu

### Luận điểm đầu tư

- **Thiếu đường nhập khẩu có thể hạn chế tăng trưởng doanh thu trong năm tài chính 2022** (kết thúc vào ngày 30/6/2022). Giống như SBT, LSS cũng có hoạt động thương mại đường trong năm tài chính 2021, dự kiến sẽ bị hạn chế trong năm tài chính 2022 do thuế AD&AS mới được áp dụng. Trong năm tài chính 2021, LSS đã bán 110 nghìn tấn đường, nhưng chúng tôi ước tính chỉ có 40 nghìn tấn được sản xuất từ nguồn nguyên liệu mía trong nước. Chúng tôi lo ngại rằng LSS có thể ghi nhận doanh thu thuần giảm trong năm tài chính 2022 do không có đường nhập khẩu, mặc dù LSS cũng dự kiến sản lượng mía thu hoạch tăng 10-20%.
- **Tiếp tục đầu tư vào các hoạt động kinh doanh mới.** LSS đã và đang đầu tư mạnh vào nhiều hoạt động kinh doanh mới bên cạnh hoạt động kinh doanh mía đường cốt lõi, như du lịch sinh thái, sữa gạo lứt, nước mía dinh dưỡng, nông nghiệp công nghệ cao. Trong khi việc giải ngân vốn đầu tư gần như đã hoàn tất, dịch Covid-19 đã kìm hãm các hoạt động kinh doanh mới này. Sữa gạo lứt và nước mía dinh dưỡng tạo ra doanh thu khiêm tốn là 29 tỷ đồng trong năm tài chính 2021.

(VND bn)	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh thu thuần	2.374	1.343	1.758	1.690	1.855
Tăng trưởng doanh thu thuần	17,9%	-43,4%	30,9%	-3,9%	9,7%
Lợi nhuận gộp	329	162	142	152	159
Biên lợi nhuận gộp	13,9%	12,1%	8,1%	9,0%	8,6%
Thu nhập tài chính	16	7	4	11	5
Chi phí tài chính	-40	-47	-45	-32	-29
SG&A	-137	-112	-85	-99	-103
Thu nhập ròng khác	-5	2	-6	-5	-2
Lợi nhuận trước thuế	162	11	8	27	30
Lợi nhuận ròng	138	4	1	21	24
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	38,5%	-97,0%	-81,2%	2669,8%	12,8%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	0,3%	0,0%	1,3%	1,3%
EBITDA	371	205	200	187	203
EPS (đồng)	1.676	-6	75	296	312

Nguồn: Báo cáo của công ty, SSI Research

**Định giá:** LSS đang giao dịch với hệ số P/E TTM là 44,3x và EV/EBITDA TTM là 7,2x, so với mức trung bình ngành là 16x và 9,2x. Chúng tôi không đưa ra khuyến nghị tại thời điểm hiện tại đối với **LSS**.

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư  
phuonghv@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp  
nganlt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích  
tamntd@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp  
quyenlbn@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng  
kientt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp  
thanhtk@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tuntt@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp  
tranglh@ssi.com.vn  
SốĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ  
tanntk@ssi.com.vn  
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715